

基于 11 年库存周期对 19 年大类资产配置的分析

核心观点：

1. 11 年与 18 年都经历刺激政策后的调整期，这种调整期带来了信用紧缩与被动补库存周期叠加造成的经济下行压力。
2. 11 年结合了信贷政策收紧、房地产调控、产能过剩等多重问题，同时下游需求已经开始回落，而供给仍然在上升，因此形成了典型的库存周期中的被动补库存。
3. 不同点在于货币政策相比 2011 年更加宽松因为这一轮周期对通胀的担忧较弱。但信用传导的压力受制于房地产政策更加的严格以及地方政府债务的约束等问题相比 2011 年将更长和更严峻。同时海外环境相比 2011 年也更加的糟糕。但是这一届政府对调结构促改革的决心更大那么对经济下行的容忍度相比 2011 年也更高。
4. 11 年权益市场下跌，债券市场先熊后牛，信用利差上升。但是随着库存周期从被动补库存到主动去库存，利率债、信用债走强，信用利差收窄，权益市场仍然下跌直到主动去库存周期的后半段触底。
5. 展望 2019 年，经济大概率进入主动去库存周期，宽信用传导的链条能否打通还有待观察，经济下行压力将比今年更大，宽货币仍然将继续。而美国经济总体上仍然在高位上，美元指数有向上的可能，但是美债收益率大概率见顶，期限利差可能会进一步压缩。全球流动性可能仍然会向美国集中，人民币贬值的压力仍然存在。
6. 大类资产配置上，长段利率债最优，其次是中高等级评级信用债和部分低等级信用债，股票表现可能会是震荡的情况但总体可以跑赢现金，商品的表现将是最差。

目录

1. 2018 年与 2011 年在国内经济上有什么共同点：	2
2. 2011 年的库存周期与信用周期的叠加效应：	3
3. 2011 年与现在的区别：	6
4. 2011 年资本市场的表现：	7
5. 对 2019 年的启示：	8
6. 对大类资产的展望：	13

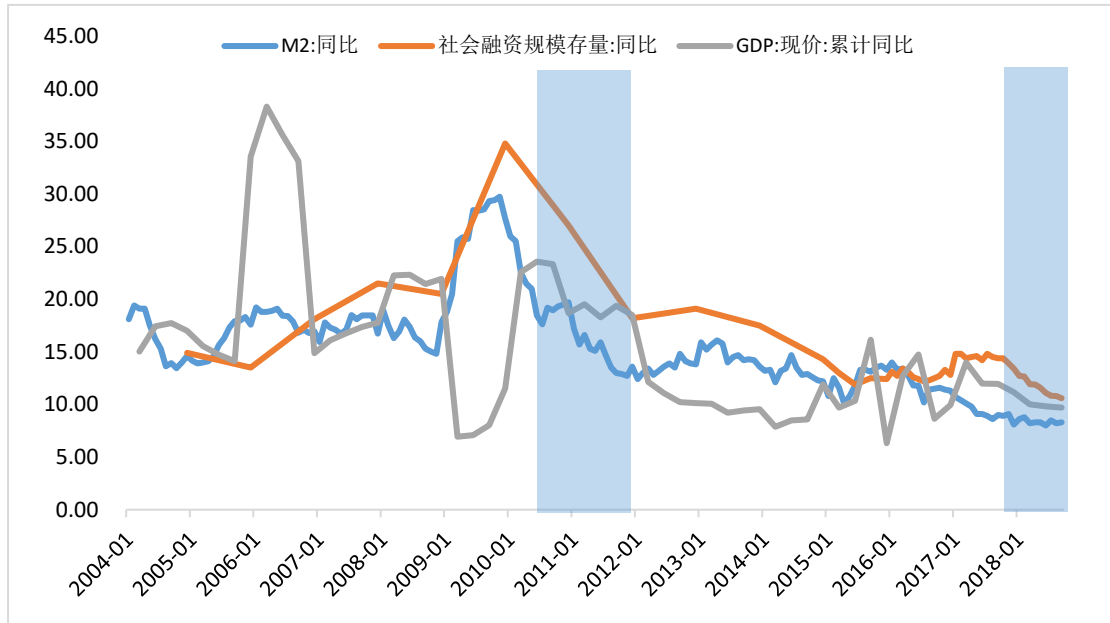
1. 2018 年与 2011 年在国内经济上有什么共同点：

2011 年中国经济经历了一轮始于 09 年 4 万亿的刺激。09 年底 M2 和社融增速达到了历史最高峰值，而名义 GDP 在通胀的推动下在 2010 年达到了高点。2011 年呈现出的局面是货币信贷双紧背景下带来的社会融资增速、M2 的大幅回落，社融从 2010 年底的 27% 回落到 2011 年底的 18%，M2 从 2010 年的 19.7% 回落到 13%。而名义 GDP 的表现则出现了滞后于金融数据的回落，从 11 年 18% 左右的水平到 12 年回落到 10% 左右。经济呈现出了明显的过热后的回落。

2018 年与 2011 年的共同点在于经历了 15 年底到 17 年的政策刺激，无论是棚改货币化还是 PPP 项目以及供给侧改革总的刺激力度达到了 7 万亿，取得的结果是 17 年底社融存量的增速在 17.2%，名义 GDP 超过 10%，而 M2 也基本维持在 9%。而 2018 年社融回落到 10%，M2 最低到 8%，名义 GDP 增速四季度为 9.7%。这其中主要的原因是传统刺激政策的边际效用递减以及 2017 年去杠杆造成的信用紧缩在 2018 年对经济的影响逐步体现。

带来这些共同点背后的原因是随着项目周期建设接近尾声，经济整体增速趋于下行。更深层次的问题信用紧缩与库存周期的共同叠加带来的经济下行压力的加大。

图表 1：2018 年与 2011 年都经历了社融增速下滑与 M2 增速下滑，原因都是上一轮的政策刺激



(数据来源: wind、蜂巢基金)

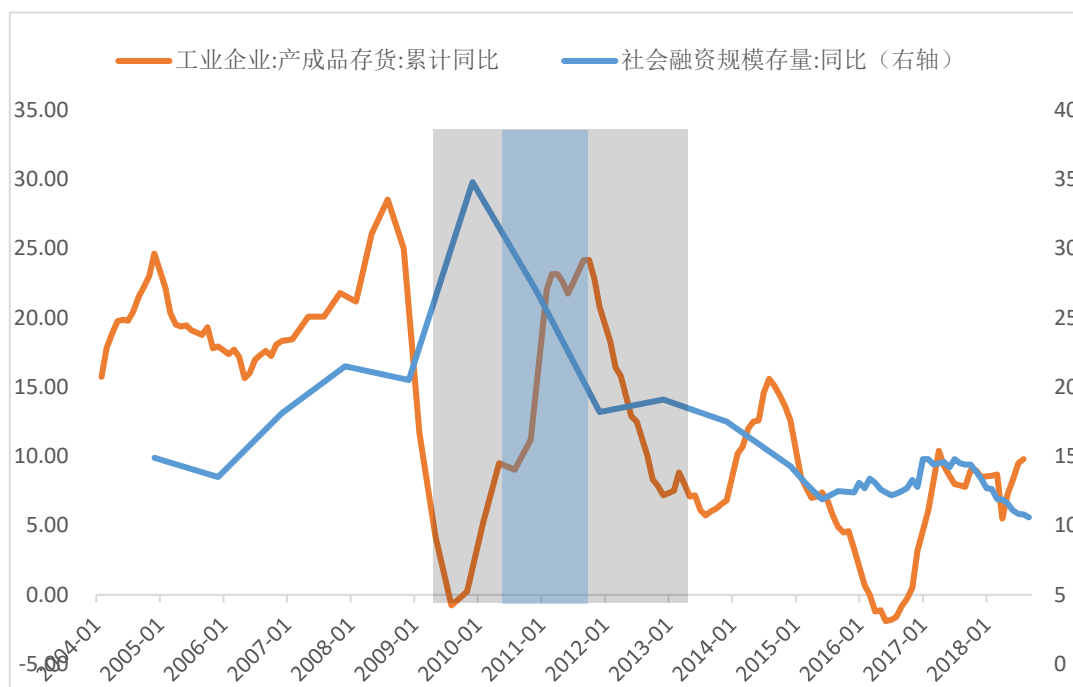
2. 2011 年的库存周期与信用周期的叠加效应:

2011 年所处的库存周期的起点源自于 2009 年的 9 月, 终点在 2013 年的 8 月左右, 整个库存周期历时 47 个月左右。其中 09 年 8 月到 2011 年 10 月为上升期, 总计大概 26 个月, 去库存周期从 11 年 11 月到 13 年 8 月, 其中主动去库存到 13 年 3 月。

那整个 11 年最为直观的表现在于库存的大幅上升的同时社融增速的回落, 这导致了企业一方面在再融资上面出现了明显的收紧, 因为整个 2011 年前三个季度是一个加息周期的环境, 另一方面需求的回落造成了库存的被动上升, 因为企业的开工还在持续。而信贷数据的表现也是出现了明显的下滑。

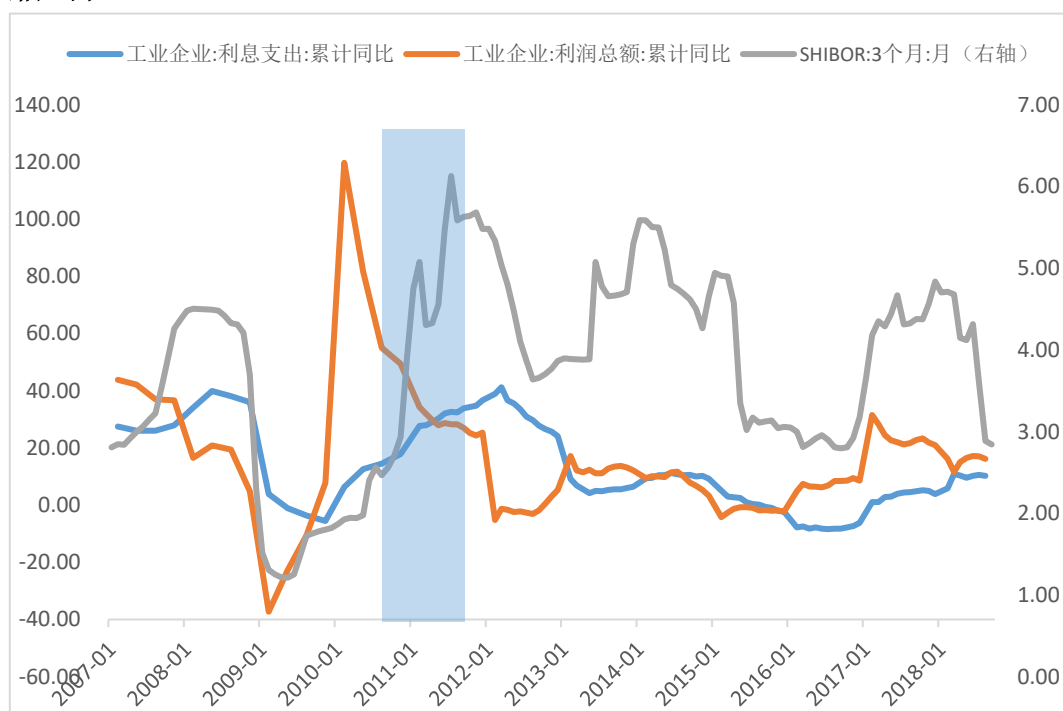
图表 2: 在这一轮四万亿起始的库存周期中, 2011 年基本处于一个被动补库存的短周期中

(灰色区域为这一轮完整的库存周期，其中蓝色区域为 11 年的被动补库存)



(数据来源: wind、蜂巢基金)

图表 3: 10 年四季度-11 年四季度是一轮加息周期伴随货币政策收紧带来的企业融资成本的大幅上升

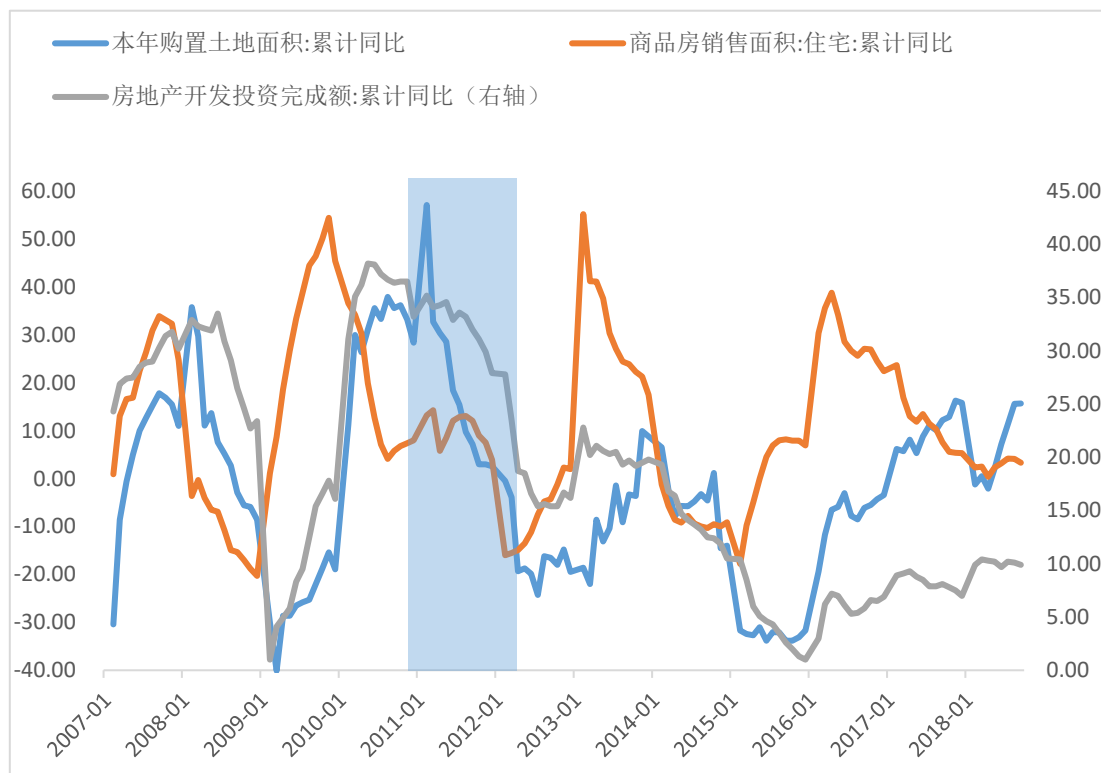


(数据来源: wind、蜂巢基金)

2011 年政府对房地产的调控政策也加剧了整个下游需求的放缓，2011 年 1 月 26 日出台的新国八条。房地产销售基本在当年 3 月份见顶，新开工和投资基本上也是 8 月见顶，销售的断崖式下滑在四季度。所以整个 11 年的总需求就是处在年中见顶，一直到 12 年年中国定资产投资见底才逐步企稳。而在总需求回落的过程中，企业的供给没有明显下滑，以粗钢

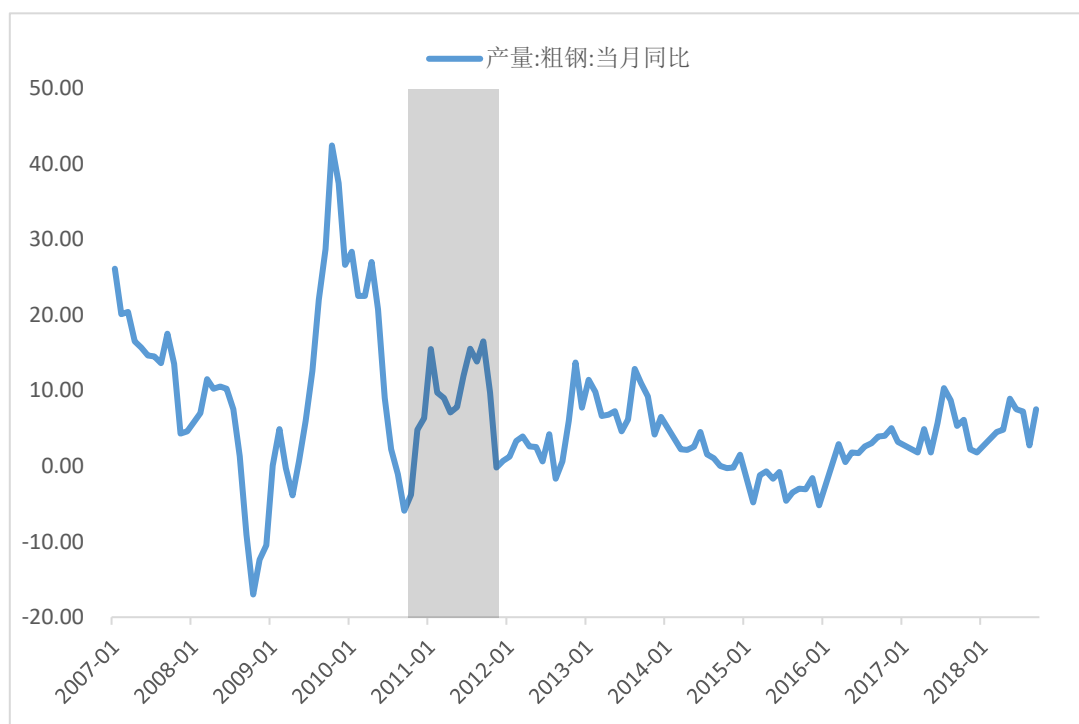
产量增速为例，整个 11 年在 9.75%，仍然处于一个产量扩张的阶段。而到了 12 年去库存阶段，增速大幅下滑到 3%左右。

图表 4: 房地产销售 1 月份见顶，8 月份投资新开工见顶，12 年上半年固定资产投资加速下滑



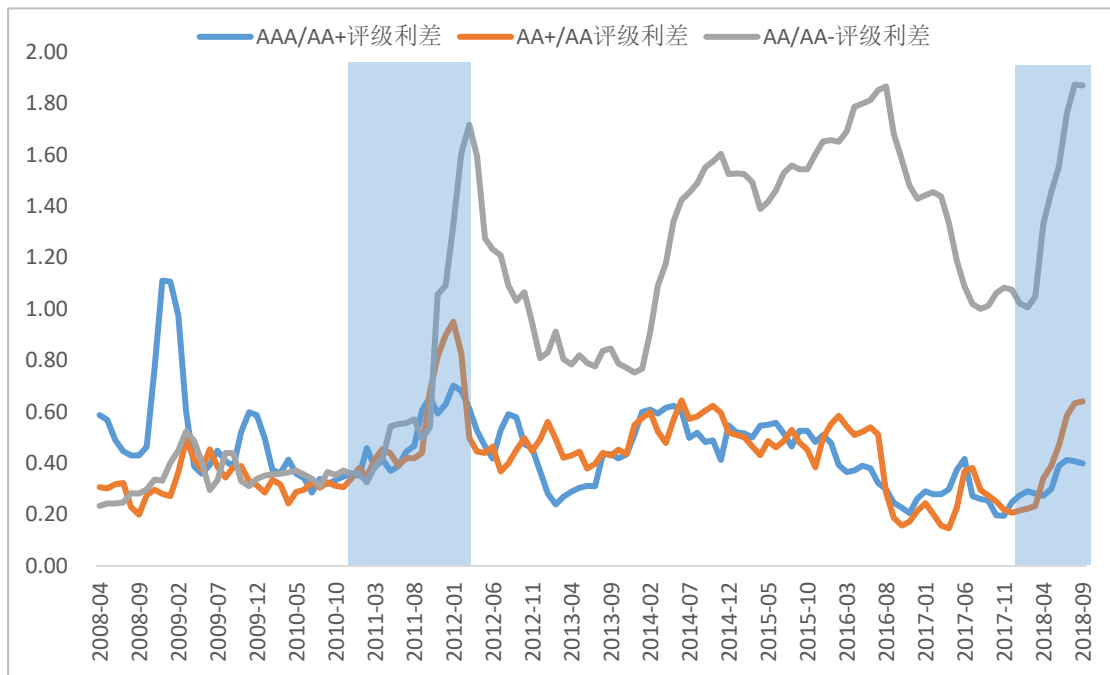
(数据来源: wind、蜂巢基金)

图表 5: 粗钢产量仍然维持在高位



(数据来源: wind、蜂巢基金)

因此,综合分析下,2011年经历了09-10年的产能扩张以后,经济出现了明显的过热,以房地产新政的打压为标志造成了需求在整个下半年出现了明显的下滑,无论是制造业、地产还是基建。但与此同时的是,货币政策和信贷政策的调整并不及时,因此就造成了2011年信贷紧缩叠加整个被动补库存。2018年的货币政策调整相对及时,但是与2011年不同的是传统的拉动经济的模式受到了更大的挑战,货币宽松无法传导到实体经济,2017年开展的金融去杠杆政策限制了金融机构表内表外的融资能力实际上形成了宽货币紧信用的格局。**图表6: 11年的信用利差大幅上升,包括钢贸事件、云南城投违约事件对当时企业融资带来了很大负面影响,而2018年违约事件频发同样造成了信用传导的丧失**



(数据来源: wind、蜂巢基金)

3. 2011年与现在的区别:

当然每一轮经济周期有相同点也有不同点,不可能盲目遵从于历史。

首先,从经济环境看2011年货币政策和财政政策双收紧,同时通胀压力更大,而且房地产政策周期刚刚开始,对经济的打压边际作用最大。相比而言2018年,货币政策实际是偏松的状态,当然这种偏松的状态与贸易战开打以后政策取消的改变有关。通胀的情况来看,食品价格今年一直处于比较低的水平,PPI由于基数的原因下半年的压力也不会太大,因此通胀风险较低给予了货币政策充足的空间。而房地产政策实际上已经从2016年开始收紧对经济的边际打压的影响已经不大了。而实际上由于今年地产公司对于回笼资金的需求,房地产的新开工和投资都还维持在比较高的水平。所以总体上现在政策的灵活度相比2011年更高。

其次,从海外的环境来看,2011年美国刚刚开启第二轮量化宽松政策,而欧洲在经历了欧债危机以后也是处于货币极度宽松的阶段。人民币与资本流动都处于管制,因此政策上

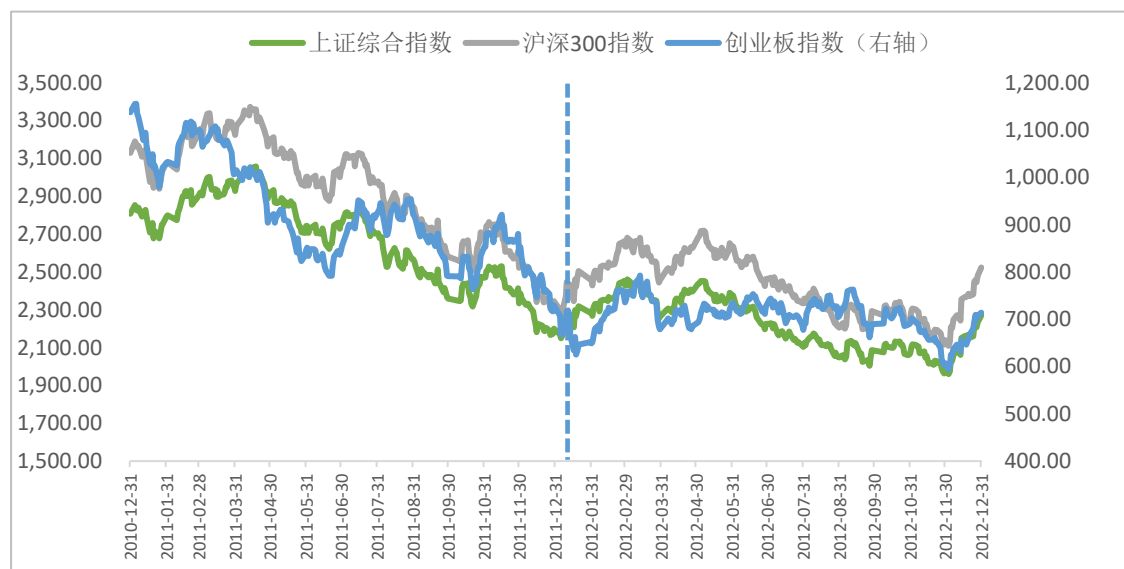
基本聚焦在本国。2018 年则有巨大的不同，美联储的加息周期仍然在进行过程中，而同时人民币汇率和资本项下的管制相比 2011 年已经大幅放开，人民币贬值压力对资产价格的影响和国内货币政策的制定都有重要的影响。贸易战的爆发对中国经济中长期存在一定负面的影响，因此相比 2011 年海外的环境对中国更友好，2018 年海外环境对中国来说是更加悲观的。

最后，从政策的角度来看，2011 年是上一届政府任期的尾声，对于经济来说更讲究的是平稳过渡不出风险。而新一届政府在应对内外部环境上的做法与过去完全不同，虽然短期对经济的压力比较大，但是中长期对于中国经济的转型具有比较好的效果。很明显的例子就是房地产，2011 年 1 月份房地产出台新国八条，到 2012 年 10 月底共 46 个城市、3 个省份和一个县对政策实施了微调，以刺激市场需求。一线城市北上广深除深圳外，均进行了微调，二线城市 15 个，三线城市 28 个，三个省份为江苏省、河南省和陕西省，一个县为宁波象山县，可以看出来当时政府对经济下行的容忍度较低。而这一届政府自 2016 年 9 月份加强房地产调控以来至今仍然保持严格的政策力度，相比过去在经济下行的背景下对经济下行压力的容忍度要高很多。

4. 2011 年资本市场的表现：

2011 年权益市场全面下跌，万德全 A 下跌 22.4%，上证下跌 22%，深证下跌 28.4%，创业板下跌 36%。与今年类似的是中小市值股票跌幅远高于大盘蓝筹股，这也反映出来信用紧缩周期下小企业的冲击要更大。而从市场表现来看，11 年年初权益市场有一波上涨，之后开始一路下跌，货币政策放松推动了 12 年初的一波反弹，但是市场真正消化这一轮经济回落一直到了 12 年底，市场见底基本在 12 年四季度，也就是从被动补库存到主动去库存的中期，权益市场基本表现出对经济的悲观，当然这也为未来权益市场从 13 年-15 年的反弹建立了基础。

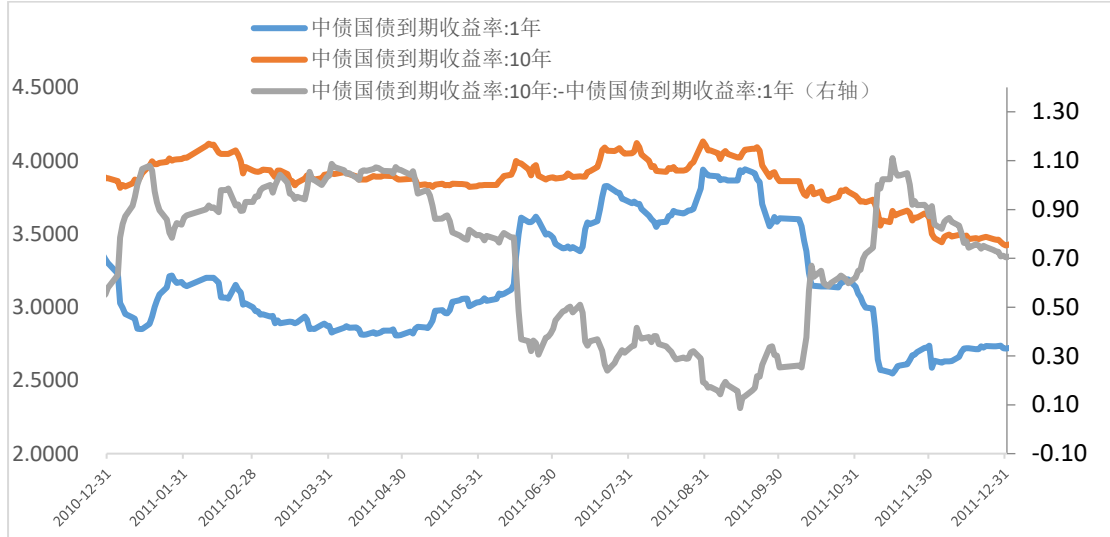
图表 7：11 年、12 年权益市场表现



(数据来源: wind、蜂巢基金)

利率债 2011 年是一个小牛市, 全年下行幅度为 40 个 BP 左右, 但是前三个季度基本上是震荡市, 主要是加息周期下货币市场利率上行制约了长端利率的下行幅度, 当时利率债曲线到 8 月份已经非常平坦, 因为市场已经很清楚经济未来的下行压力。市场从熊平到牛陡的转向在于货币政策在 2011 年三季度末的转向。这一点与今年年初的利率市场的走势类似。

图表 8: 11 年债券市场前熊后牛, 四季度货币政策转向带来了牛陡行情



(数据来源: wind、蜂巢基金)

而信用债市场 11 年叠加了货币紧缩和信用风险暴露从而导致了信用利差大幅走阔, 而当信用风险逐步平息、货币政策趋于宽松、包括地产政策微调等信号出来后超调的信用利差反而成为投资机会, 所以整个 12 年中低等级城投债的表现是市场最好的。

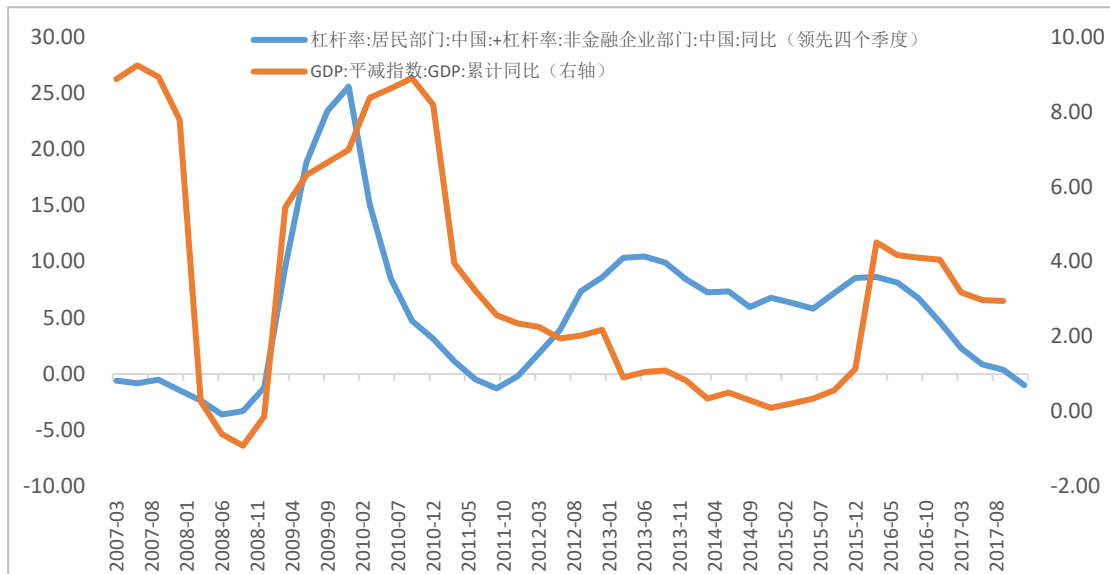
5. 对 2019 年的启示:

1. 从通胀的角度来看:

我们考虑居民杠杆率和企业杠杆率的边际变化对通胀的领先关系来看, 2010 年 1 季度我国居民杠杆率+企业杠杆率见顶, 一般来说私人部门杠杆率对通胀的领先关系在四个季度-六个季度左右, 反映背后的经济逻辑是私人部门杠杆率在低利率环境下扩张债务从而推动通胀中枢的上移, 那这其中从债务扩张到投资产出存在一个四个季度左右的时滞。因此 09 年私人部门杠杆率的大幅抬升, 最终反映在的是 10 年年中到 11 年年中的通胀上行。

那么本轮私人部门杠杆率的抬升了始于 15 年年中到 16 年年初, 而 GDP 平减指数的高位 16 年底到 17 年底, 基本满足四-六个季度的水平。而受到 17 年去杠杆政策, 整个私人部门的杠杆率仍然是下滑的, 那么对于今年和明年的通胀来看, 杠杆率的持续下滑将制约未来四个季度左右的通胀水平, 因此总体上至少到 19 年上半年通胀中枢上移的压力不大。

图表 9: 私人部门杠杆对通胀的领先在四-六个季度



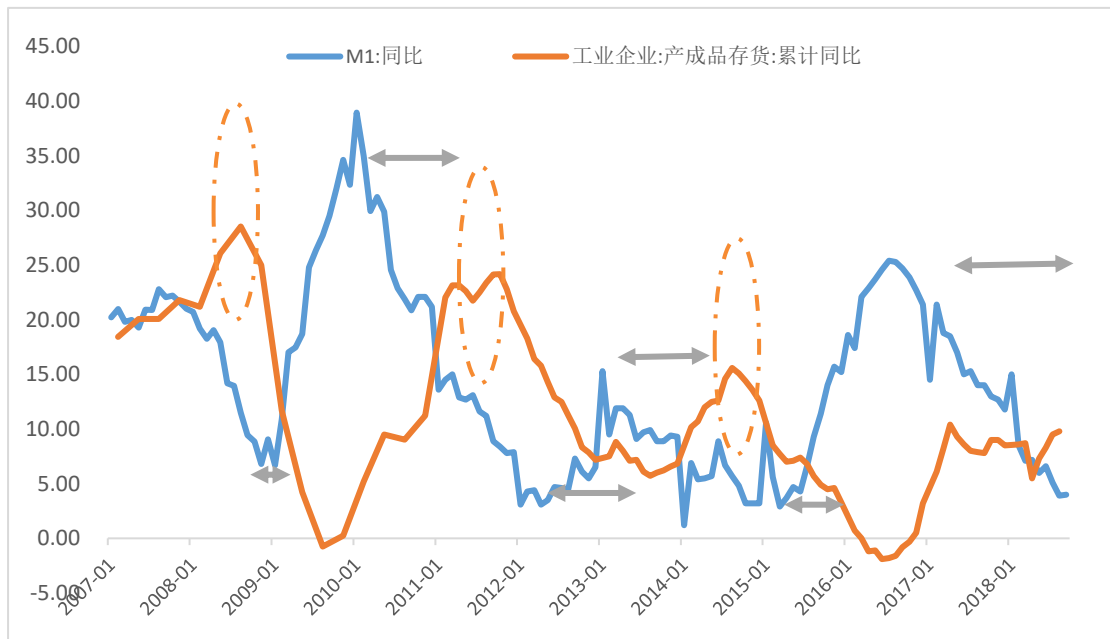
(数据来源: wind、蜂巢基金)

2. 对于经济的判断:

首先,从库存周期的角度判断,这一轮被动补库存可能即将见顶,2019年上半年可能将进入主动去库存的周期,经济下行压力将比今年更大。我们分析一下M1和库存周期的关系,首先M1反映的是流通中的现金+企业的活期存款,而企业活期存款的体量往往反映的是企业对未来一定时期的投资意愿,当M1的边际变化在最低点时说明企业对中长期投资预期非常悲观,因此降低融资规模或者将现金放入定期存款或者理财产品。而这对应的库存周期的时点往往是企业库存的峰值,也就是被动补库存的末期,无论是2008年三季度、2011年年底还是2014年年底都存在这样的现象。而这之后经历的都是1-2年的去库存周期。而目前M1的增速在4%左右,从过去几轮库存周期来看,这个增速是非常低的,说明目前企业对中期投资意愿非常疲弱。所以预计新一轮主动去库存存在四季度到明年一季度就会开启,这个周期可能会延续6个月-1年的时间然后进入被动去库存。

其次,从信用周期的角度来看,这一轮信用紧缩周期可能见底,但是由于房地产政策调控的严格程度要高于过去几轮信用紧缩周期,因此,信用链条的传导时间也要比过去更长。房地产企业融资受限将导致其上下游产业链的需求难以出现明显的修复,而这对于改善这些企业的资产负债表从而获得更多融资的能力造成制约,因此,由于这一轮地产和政府融资平台受限的融资环境暂时还看不到恢复,因此紧信用到宽信用的格局估计即使到明年上半年也很难看到。

图表 10: M1 的低点往往对应的是库存周期的高点也就是被动补库存的尾声

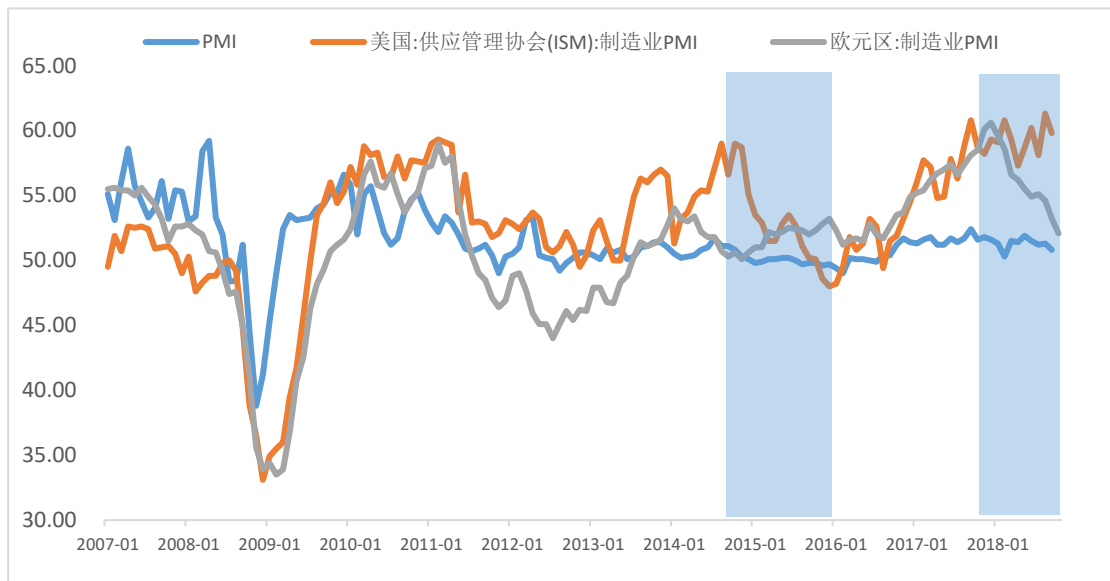


(数据来源: wind、蜂巢基金)

3. 对于海外市场的判断:

首先,过去几轮周期中的全球经济共振的局面已经打破了,全球主要经济体在经济周期和货币政策的步调完全不同。这所带来的问题就是,新兴市场国家的风险相比过去在逐步上升的。以这一轮周期来看,首先欧洲经济在15年初见底到17年底见顶,美国经济在15年底见底,目前仍然在景气度极高的水平,而中国经济在16年年初见底回升,但是景气高点基本在18年初。而其他新兴市场国家面临的问题则是由于美国这一轮的高景气周期带来的资本外流下的本币贬值所带来的债务风险的集中爆发,这种黑天鹅今年在土耳其、马来西亚已经出现,预计明年仍然会持续。

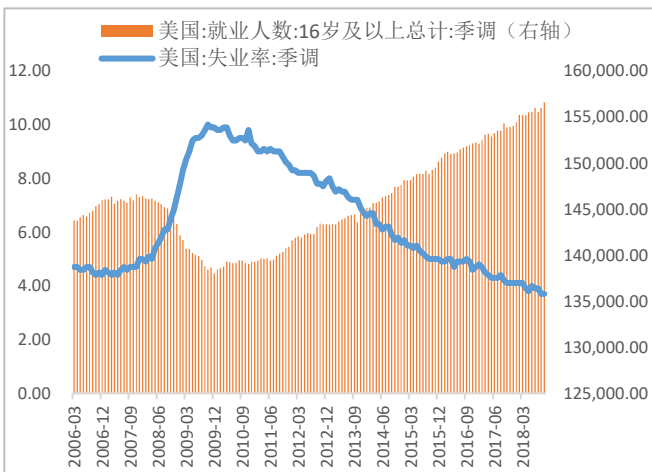
图表 11: 欧洲经济的回落可能会限制欧盟的货币政策收紧,在这种情况下资金回流美国的压力会进一步增加



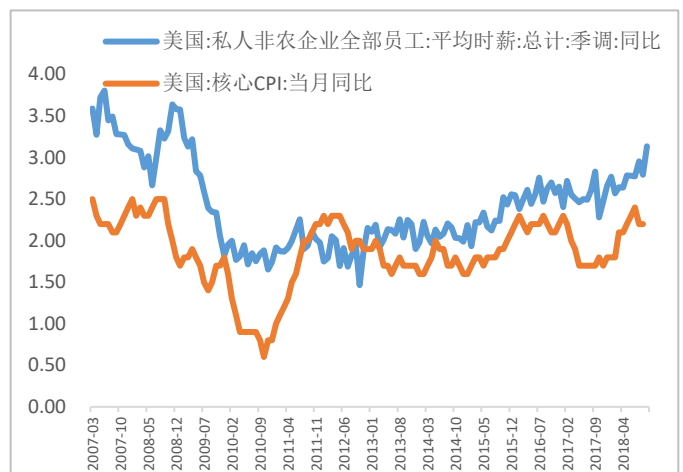
(数据来源: wind、蜂巢基金)

其次,美国明年的经济可能存在放缓的风险,但是仍然会维持在景气高点。美联储年内第三次上调了今明两年的经济增长预期,对美国经济未来经济的预期仍然比较强。而失业率已经下降到了 3.9%。美国的通胀水平和核心通胀率都处在 2.2%的水平仍然相对较低,但是随着近期时薪增速的快速上行,不排除明年整个美国的核心 CPI 继续上行。而工业产出水平已经超过 14 年底而且增速继续向上,因此这为美联储加息提供了比较充足的动力。而且从美国制造业的出货量和存货量来看,仍然处于一个主动补库存的阶段。美国的房地产市场也处于一个比较高的景气水平,说明整个下游需求的情况也较为乐观。

图表 12: 美国就业与失业率

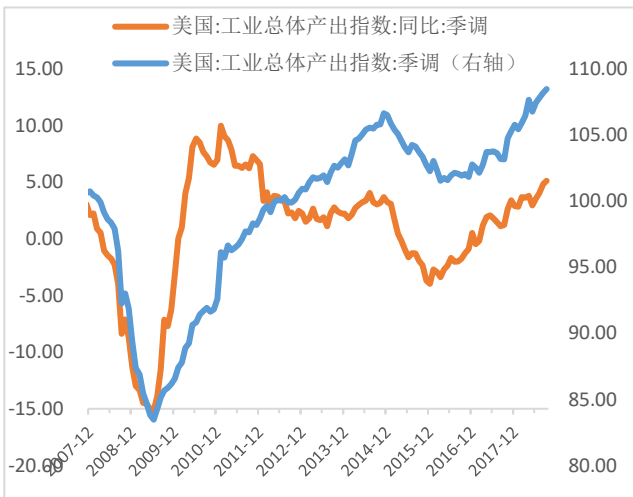


图表 13: 美国核心 CPI 与薪酬增速

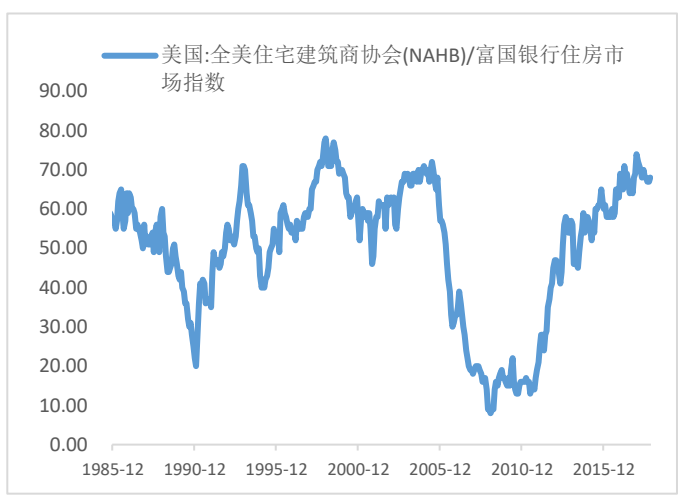


(数据来源: wind、蜂巢基金)

图表 14: 工业企业的产出水平和增速



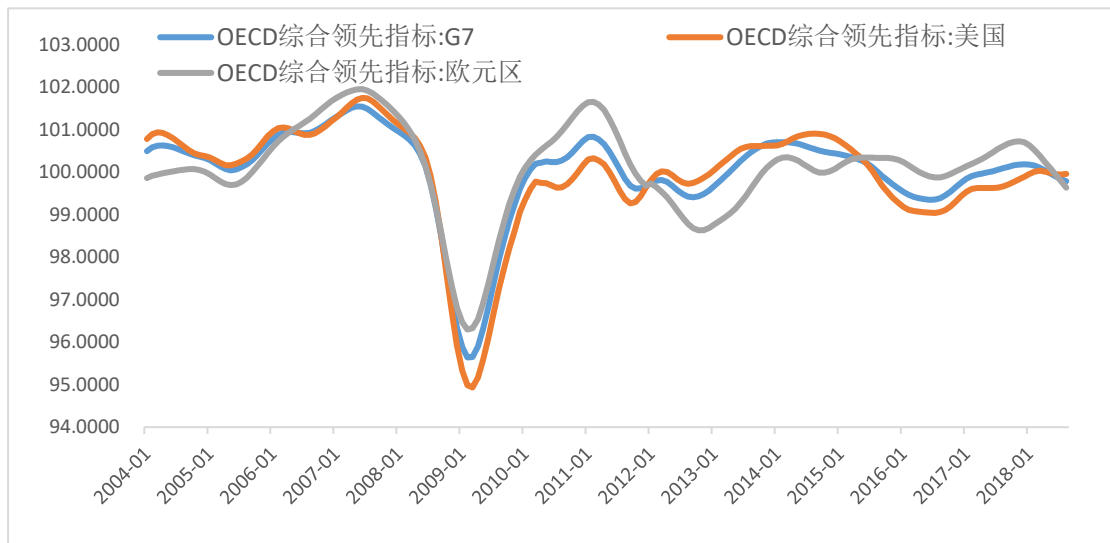
图表 15: 房地产市场整体处于高位



(数据来源: wind、蜂巢基金)

对于明年来说,共和党在中期选举中失去众议院多数席位,尽管特朗普不会被弹劾,但是他在国会推动新的刺激政策将会受阻包括二次税改、基建、金融政策等。这对明年美国经济的放缓可能形成担忧。当然如果中期选举共和党获胜,美国明年的很多政策将会继续得到推动,经济有望继续维持高景气度,但是由于美联储偏鹰的政策,以及美国领先性指标已经有一定的放缓迹象,19 年美国的经济相比其他经济体表现强势但也很难超出预期。

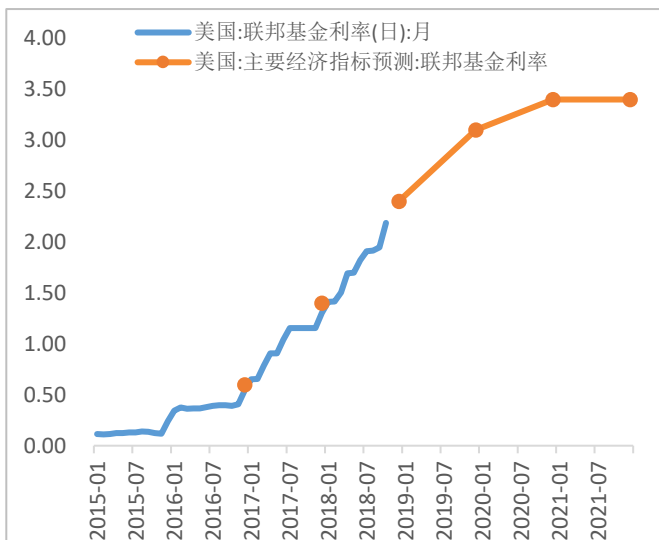
图表 16: OECD 领先指标美国已经放缓, 但是其他发达经济体已经开始回落



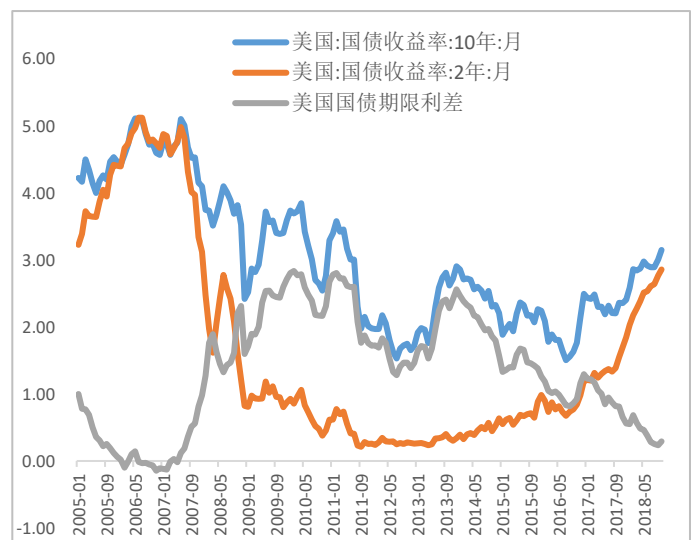
(数据来源: wind、蜂巢基金)

从美联储的加息节奏看, 今年 12 月份加息一次到 2.5%, 明年美联储预测的联邦基金利率在 3.1%, 大概可能还要加息 3 次。而从历史来看, 每一轮加息都是期限利差压缩的周期, 而目前的期限利差水平还没有到过去几轮基本都会出现倒挂的局面, 我们假设按照美联储长期利率的预测到 2020 年是 3.4, 那么美国十年期国债的顶部可能就是 3.4% 的水平。而且随着特朗普中期选举的结束, 民主党拿到众议院多数席位, 可能会限制特朗普的基建计划, 而且考虑到今年美国经济的基数本身较高, 明年存在边际放缓的可能性大增, 所以美债目前 3.2% 的水平收益率大幅上行的概率不大。

图表 17: 美联储加息预测



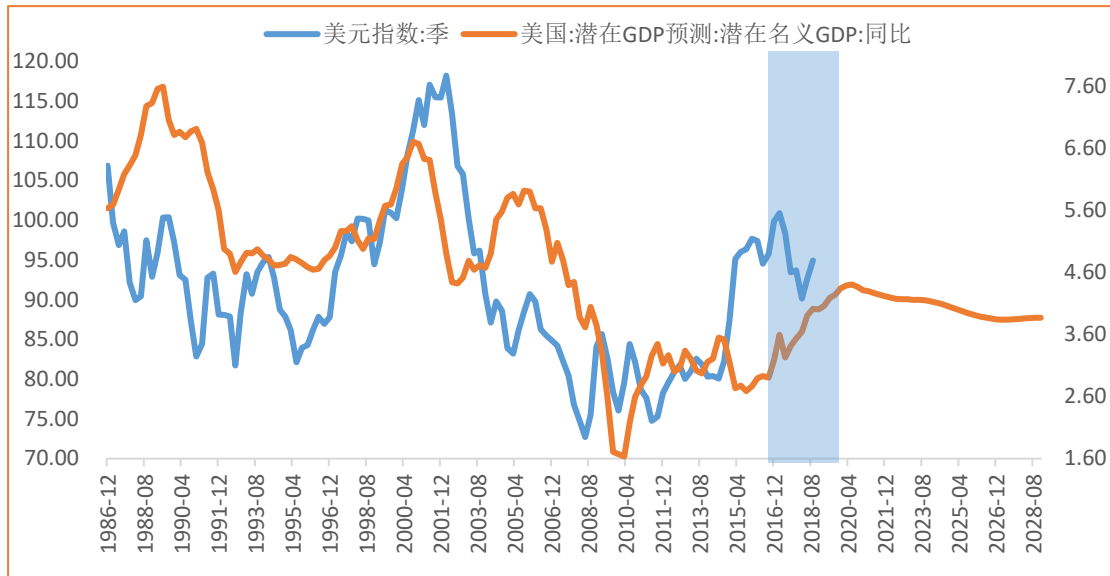
图表 18: 国债收益率期限利差



(数据来源: wind、蜂巢基金)

对于海外大类资产的走势来看, 核心还是来自于美元和美债, 那么对于美债的判断是可能明年在 3.2-3.4 的区间波动。而美元指数从中长期看取决于潜在名义 GDP 增速的水平, 美联储的预测来看, 潜在 GDP 增速将持续到 2020 年。而考虑到欧洲经济已经开始从景气高位回落以及受制于通胀抬升欧洲可能会开始货币紧缩, 我们判断全球资本流动将继续回流美国从而推高美元, 因此美元指数明年大概率将继续向上而这将导致人民币的贬值压力。

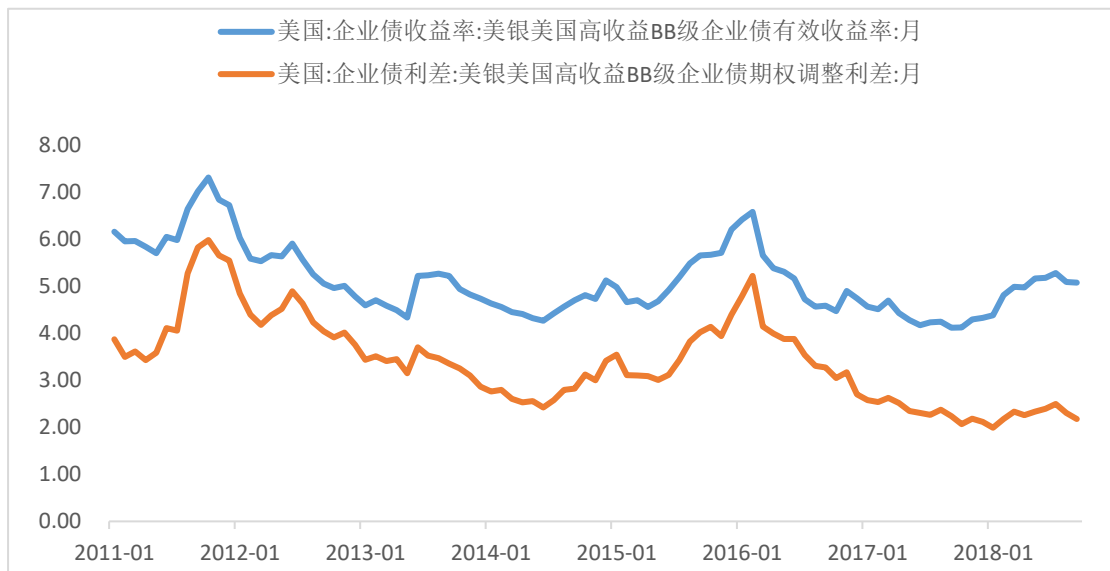
图表 19: 从潜在名义 GDP 增速的角度看, 美元指数仍然有向上的空间



(数据来源: wind、蜂巢基金)

但是需要关注的问题是今年美国高收益债市场是呈现收益率上行的局面, 而高收益债的信用利差也是呈现小幅走阔的局面, 在美国上市公司普遍赢利向好, 经济周期向上的过程中, 高收益债信用利差理论上是处于收窄的状态, 因此说明美国债券投资者对未来持续加息的背景下, 美国企业财务成本上升压力造成的信用风险的担忧在持续而这对美国的风险资产未来可能也存在影响。

图表 20: 美国高收益债收益率和信用利差都出现上升



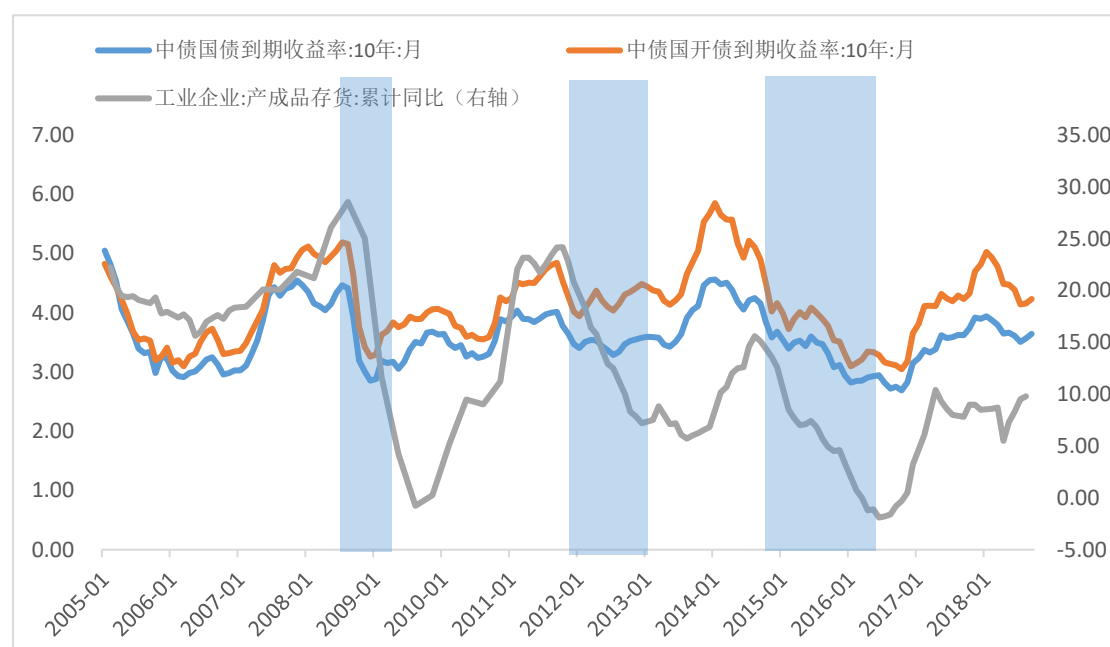
(数据来源: wind、蜂巢基金)

6. 对大类资产的展望:

首先从历史的三轮主动去库存的周期来看(08. 8-08. 12)、(11. 11-13. 4)、(14. 10-16. 3), 10 年期国债收益率分别下行 140bp、50bp、130bp。因此, 从库存周期的角度来说, 如果 2019

年库存周期进入主动去库存阶段，长端利率存在大幅下行的空间，而且短端利率虽然受制于美联储加息可能缺乏较大的下行空间，但是一旦经济下滑幅度超预期，在政策上可能会选择适度让人民币贬值而进一步宽松，这样短端利率下行即为长端利率下行打开空间。

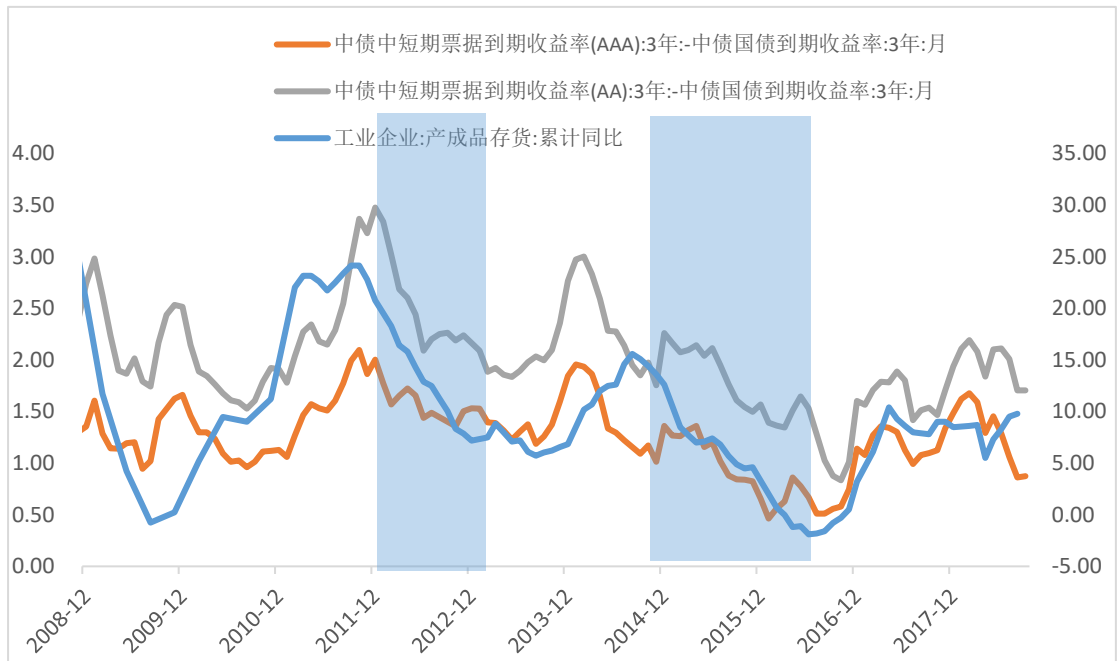
图表 21：在主动去库存周期下长端利率有望进一步下行



(数据来源: wind、蜂巢基金)

信用利差在过去主动去库存周期中都是下行的，原因有两个方面，第一库存周期的变化与货币政策的变化时滞差别不大，而在货币紧缩周期下，由于流动性溢价的因素，信用利差往往是大幅扩张的，因此在流动性由紧到松的过程中，信用利差也会呈现均值回归的效果。第二个原因，信用债在信用紧缩周期下往往会出现超调，在过去信用风险不显著的背景下，信用债超调以后往往会获得机构更高的超额收益，因此过去几轮主动去库存，货币、信用双宽松的周期中低等级信用债的表现要更好。但是展望未来，宽货币已经形成但是宽信用格局还没有出现，信用利差向下是确定的，但是可能更多体现在高等级信用债，中低等级信用债的利差能否大幅收窄还要由时间来验证。

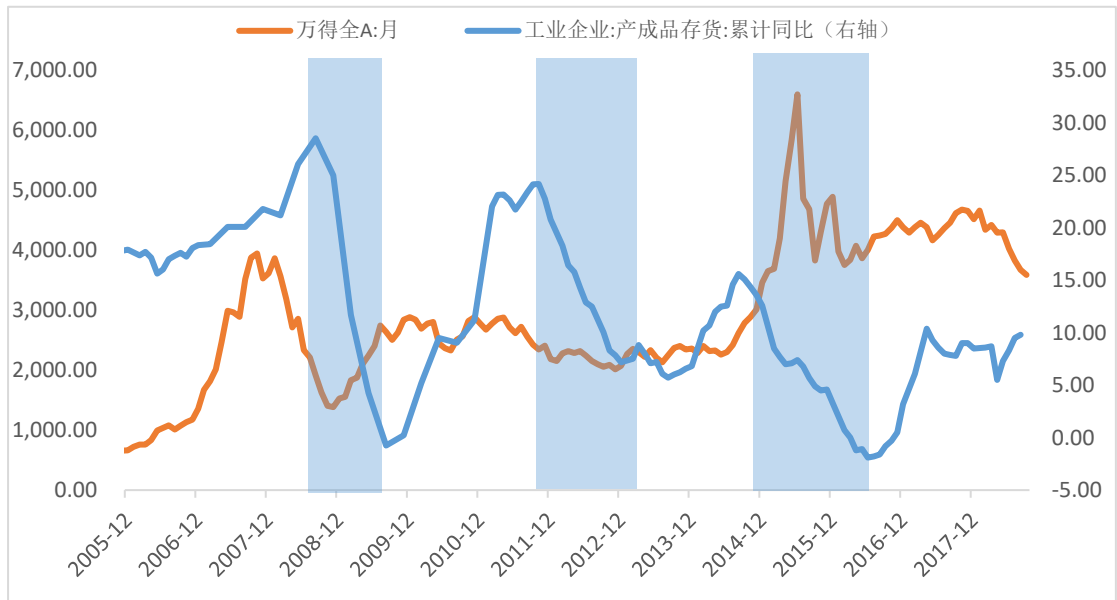
图表 22：信用利差在过去三轮周期都是下行，主要得益于流动性宽松



(数据来源: wind、蜂巢基金)

总体来看, 权益市场与经济周期的相关性较弱, 实际上在进入主动去库存之前, 权益市场对经济周期的悲观预期往往已经体现。但是从 11 年这一轮周期来看, 权益市场的低迷基本持续了两年, 因此站在目前时点看 2019 年, 权益在大类资产中的表现难言乐观, 但是今年市场的大幅下跌在一定程度上也反映了对未来经济周期的悲观预期, 因此预计明年权益市场至少上半年整体呈现震荡小幅下跌, 全年震荡市的概率较大。

图表 23: 在主动去库存周期下权益市场总体熊市概率较大

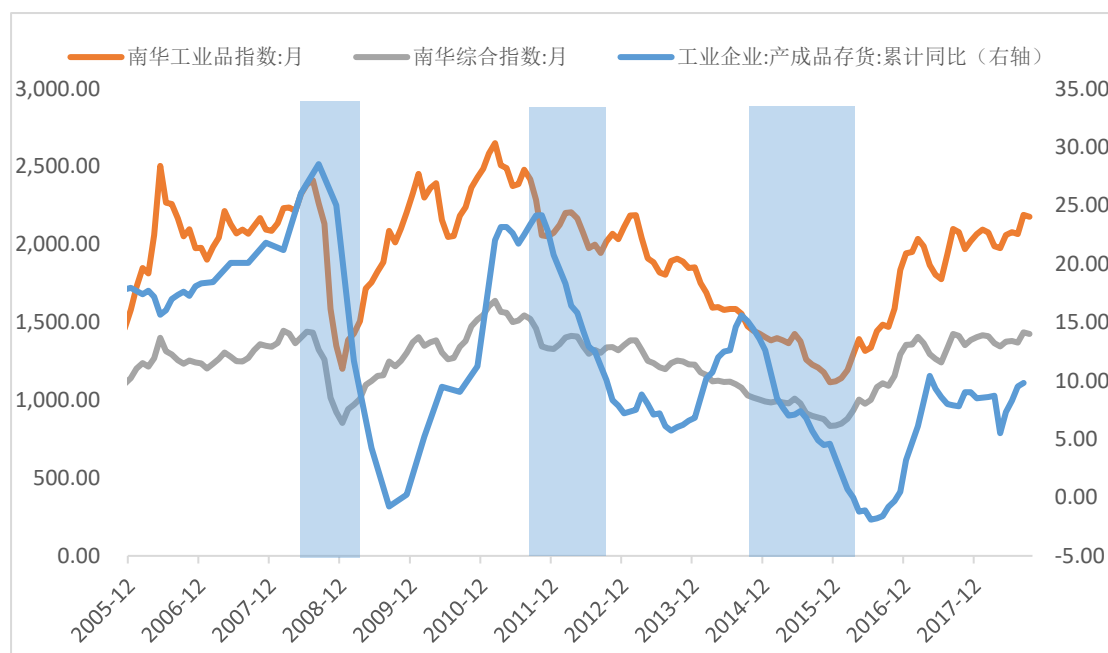


(数据来源: wind、蜂巢基金)

商品价格在主动去库存周期下基本都是熊市, 当然目前供给侧改革对商品价格造成了政策上供需缺口从而一定程度上支撑了商品价格。从过去几轮库存周期来看, 商品价格往往领先

先于库存周期6-8个月，这与企业提前增补库存的动作有关，因此如果这一轮8月份商品价格见顶的话，库存周期见顶可能在明年2-4月份左右，主动去库存周期见底可能在明年三、四季度。未来一年做空商品获利的概率较大，当然如果整个供给侧因素又出现超预期的影响除外，但是从目前高层的表态来看，可能在供给侧改革上出现缓和的概率较大。

图表 24：商品价格的表現往往小幅领先于库存周期，总体来看在主动去库存周期商品价格基本都是熊市



(数据来源: wind、蜂巢基金)

总结来看，2019 年大类资产配置顺序上长端利率债>中高评级信用债>部分低等级信用债>权益资产>现金资产>商品